



ARTÍCULOS

El sistema monetario de Perú (segunda parte)

Bruno Moll y Emilio G. Barreto

Revista de Economía y Estadística, Primera Época, Vol. 4, No. 3 (1942): 3º Trimestre, pp. 283-325.

http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3128

II: PARTE HISTORICA. LA POLITICA MONETARIA DEL PERU DE 1900 A 1940

SUMARIO: 1) Antecedentes del establecimiento del patrón oro en el Perú. — 2) El patrón oro en el Perú durante el período 1900 a 1914. — 3) La inconversión en el Perú (de 1914 a 1918 y de 1932 a 1942). — 4) Suspensión del patrón oro convertible (período 1914 a 1922). — 5) La creación del Banco de Reserva del Perú (período 1922 a 1931). — 6) El panorama económico internacional de la post-1ª. guerra mundial y la crisis económica en el Perú. — 7) La revaluación de 1930. — 8) La Misión Kemmerer y el restablecimiento del patrón oro en el Perú. — 9) La creación del Banco Central de Reserva del Perú. — 10) Las operaciones del Banco exclusive de la emisión de billetes. — 11) El encaje legal. — 12) El restablecimiento en el Perú del patrón oro convertible (período de 1931 a mayo de 1932). — 13) ¿Fué conveniente el restablecimiento de la conversión en el Perú en un momento tan desfavorable como el del año 1931? — 14) El problema del tipo de estabilización de la moneda peruana en 1931. — 15) La devaluación del contenido oro del sol y la revaluación del encaje metálico en 1931. — 16) Causas del abandono del patrón oro en el Perú. — 17) El retorno a la inconversión en el Perú (período 1932 a 1942). — 18) La política cambiaria del Perú durante la inconversión. — 19) Poder de intervención del Banco Central de Reserva del Perú en el mercado de cambios.

Después de las etapas —algunas de ellas agitadas y fugaces— del patrón plata, del bimetalismo y del billete fiscal, por las que pasó el Perú durante sus primeros años de vida independiente y que marcaron el tránsito de la era

monetaria Colonial a la Republicana, se estableció en el Perú, desde fines del siglo XIX, el régimen del patrón oro acuñado o forma clásica de este sistema.

1. — Antecedentes del establecimiento legal del patrón oro en el Perú.

Desde 1887 en que se inicia el segundo período del monometalismo plata en el Perú hasta 1897 en que termina este sistema por decreto supremo de abril de ese año que prohibió la libre acuñación de monedas de plata, se produjo una constante desvalorización del metal blanco en el mercado mundial, lo que unido a la gran inflación interna que le precedió en el Perú, trajo consigo la depreciación casi permanente de la moneda peruana en el mercado de cambios, cuya cotización se redujo de 48 peniques por sol plata en 1872 a cerca de 21 peniques en 1897. Entre otros, los siguientes motivos de índole internacional explican el descenso durante ese período de la cotización del metal plata en el mercado mundial: desde 1873 Alemania y los países Escandinavos abandonaron el bimetalismo; en 1878 Estados Unidos y la Unión Monetaria Latina desmonetizaron la plata, y lo mismo hicieron Austria en 1892, la India en 1893, y en 1897 Rusia y el Japón; por último, en 1900 Estados Unidos de América estableció en forma definitiva el sistema de patrón oro [1].

Todos estos acontecimientos se reflejaron en una caída violenta de la cotización mundial de la plata, y en la disminución en la relación de valor entre ese metal y el oro, según puede apreciarse del siguiente cuadro:

---

(1) El valor adquisitivo de la moneda. EMILIO G. BARRETO. 1936.

Año	Precio de la Plata en el mercado mundial. — dólares por onza —	Relación entre los precios del oro y de la plata
1872	1.32	1: 15,9
1882	1.14	1: 18,2
1892	0.87	1: 23,7
1896	0.68	1: 30,6
1897	0.60	1: 34,2
1898	0.59	1: 35,0
1899	0.60	1: 34,4
1901	0.60	1: 34,6
1902	0.53	1: 39,1

Ante esta grave situación del metal blanco en el mercado mundial, cuya cotización disminuyó en cerca de 55 % de 1872 a 1897, y sus repercusiones sobre nuestro circulante que se mantenía dentro del patrón plata, los dirigentes en el Perú iniciaron una activa campaña para que se impidiera en el país la libre acuñación de ese metal, entablándose interesantes polémicas entre los representantes de los intereses mineros y de los exportadores agrícolas (2), de un lado, que resultaban momentáneamente beneficiados con la depreciación, y del otro, los importadores, los comerciantes en general y el Fisco que se veían perjudicados con ella.

Elegido en 1895 Presidente de la República Dn. Nicolás de Piérola, éste se declaró desde un principio partidario de la estabilización monetaria, del patrón oro y del desarrollo del sistema bancario del país. Como de 1895 a 1897 acentuóse la baja del precio mundial de la plata y la depreciación de la moneda peruana en el cambio, por Decreto Supremo de 9 de abril de 1897 suspendióse en el Perú la libre acuñación de

(2) C. A. UGARTE. Historia Económica del Perú, pág. 94 y M. MOREYRA. Síntesis Histórica de la Moneda Republicana, página 395 de la Revista de la Universidad Católica del Perú, año 1933.

moneda nacional de plata; y en agosto del mismo año, a fin de procurarse un adecuado stock de oro, dictóse una ley que ordenaba el pago en oro acuñado de los derechos de Aduana, a razón de una libra esterlina por cada 10 soles de plata, estableciéndose, además, un recargo de 5 % en los derechos para el caso que fueran abonados en plata. Por ley de 18 de diciembre de 1897 autorizóse la acuñación de monedas nacionales de oro con peso y ley iguales a los de la libra esterlina; y a la vez, declaróse libre de derechos la exportación de monedas de oro. Por último, la ley de 11 de octubre de 1900 estableció la equivalencia legal entre la moneda nacional de oro y la de plata; fijó la relación oro-plata en la proporción de 10 soles peruanos por una libra peruana de oro; y dispuso, en su Artículo I, que la libra peruana de oro sería la moneda legal, que gozaría de poder cancelatorio ilimitado. El Artículo III de esta ley ordenaba que la libra esterlina inglesa quedaba equiparada, en la circulación interna, a la libra peruana de oro.

Todas estas leyes monetarias promulgadas en el período 1897 a 1900 constituyen, podemos decir, la etapa de transición del régimen plata —que existió en el Perú hasta abril de 1897— al régimen oro que iba a comenzar desde entonces; del mismo modo, significaron una labor preparatoria para el establecimiento del patrón oro.

2. — El patrón oro en el Perú durante el período 1901 a 1914.

La ley de 14 de diciembre de 1901 que estableció en forma definitiva el "gold coin standard" en el Perú, no vino sino a ratificar legalmente, y en forma más adecuada y completa, el sistema de patrón oro, que ya venía rigiendo prácticamente desde que se dictó la ley de 18 de diciembre de 1897 que autorizaba la libre acuñación de monedas de oro peruanas del mismo peso y ley que la libra esterlina.

El Artículo I de la ley de 14 de diciembre de 1901 estableció como unidad monetaria de la República la libra peruana de oro acuñado; el Artículo III de la citada ley dispuso que las monedas de plata y cobre, acuñadas en conformidad con las leyes de 14 de febrero de 1863 y diciembre de 1872, respectivamente, quedaban sólo como monedas fraccionarias. El Artículo IV de la ley otorgaba poder cancelatorio ilimitado a las monedas de oro; mientras el de las de plata era de sólo 100 soles, y el de las de cobre, 10 centavos. El Artículo V decía que la acuñación de oro era ilimitada; que el Estado podía acuñar libremente monedas de oro; que la Casa Nacional de Moneda debía aceptar, para convertirlo en moneda nacional, todo el oro que se le entregara, inclusive por los particulares. Las monedas de plata y cobre. en cambio, no podían ser acuñadas libremente, sino en virtud de ley especial y en cantidad que sería fijada por la misma ley. El Artículo VIII de la ley prohibía la reimportación de toda clase de monedas de plata o de cobre; y el Artículo XI derogaba todas las leyes monetarias anteriores que se opusieran a la que entraba en vigencia.

Además, el Artículo II de las disposiciones transitorias de la citada ley establecía que la libra esterlina y media libra esterlina tendrían curso legal en la República como si efectivamente fueran libra peruana de oro y media libra peruana de oro; y el Artículo III de dichas disposiciones transitorias decía: que las obligaciones contraídas en soles de plata antes de la fecha de la promulgación de esa ley podían ser canceladas en esa clase de moneda, hasta dos años después de dicha fecha; pasado este plazo las obligaciones contraídas en soles de plata debían ser siempre canceladas en oro a razón de una libra peruana por cada 10 soles.

Según puede apreciarse, la ley de 14 de diciembre de 1901 estableció definitivamente en el Perú la forma clásica del patrón oro acuñado; estabilizando la libra peruana a un

nivel, en cuanto a su valor oro y poder cancelatorio, equivalente al de la libra esterlina.

No obstante algunas pequeñas críticas, de carácter completamente empírico, que se hicieron y han continuado haciéndose, tanto el sistema de patrón oro como el nivel de estabilización que se adoptó fueron convenientes para el Perú en esos momentos, según lo revela la firmeza y el buen funcionamiento de ese sistema monetario durante el período 1900 a 1914, y las favorables repercusiones que en ese lapso tuvo para la economía nacional, como puede apreciarse de los siguientes índices:

COTIZACION DE LA MONEDA PERUANA EN LOS CAMBIOS

Año	Dólares por libra peruana	Peniques por libra peruana
1902	4.91	247
1906	4.97	246
1910	4.87	244
1911	4.87	244
1912	4.87	244
1913	4.77	239

En el cuadro siguiente se puede ver que el alto valor de nuestra moneda no afectó el progreso constante tanto de las exportaciones como de las importaciones del país; ni impidió que aquéllas aumentaran mucho más que éstas, arrojando un apreciable saldo favorable a nuestra balanza comercial.

Año	Importaciones en Lp.	Exportaciones en Lp.
1902	3.428.284	3.703.971
1910	4.980.697	7.074.076
1912	5.140.339	9.438.582
1913	6.088.777	9.137.181

Del mismo modo, el alto tipo de cambio, lejos de producir un descenso en los ingresos fiscales, permitió que ellos subieran considerablemente, elevando la capacidad de compra y de pago del Fisco. Sin embargo, no obstante esta ventajosa situación ella no fué aprovechada debidamente a causa del manejo relativamente empírico de nuestras finanzas en ese entonces.

INGRESOS Y EGRESOS FISCALES

Año	Ingresos fisc. efectivos totales en Lp.	Egresos fisc. efectivos totales en Lp.
1902	1.473.890	1.356.642
1910	2.795.775	2.685.322
1912	3.714.480	3.726.426
1913	5.334.793	5.409.637

3. — La inconversión en el Perú. — (De 1914 a 1931 y de 1932 a 1940).

Tres etapas cabe distinguir en este período: de 1914 a 1922; de 1922 a abril de 1931; y de mayo de 1932 a 1940.

4. — Suspensión del patrón oro convertible. (Período de 1914 a 1922).

Al comenzar la guerra mundial de 1914 se produjo en los diversos países una rápida huída del oro, sea por efecto de la evasión de capitales o porque se pagaba por él un alto precio en el mercado mundial; además, registróse una tendencia al atesoramiento de ese metal, sobre todo en el caso del Perú, por el temor que se restableciese el billete fiscal que tan ingratos recuerdos había dejado al país.

Al estallar las hostilidades, el Perú, para salvaguardar su circulante oro, sus reservas monetarias de ese metal y pre-

venir el pánico y la quiebra de las instituciones bancarias declaró días feriados del 3 al 7 de agosto de 1914; decretando al mismo tiempo la moratoria para todas las deudas comerciales y bancarias exigibles a corto plazo. El 8 de agosto de 1914 se dió la ley 1965 que prohibió la libre exportación de oro, bajo pena de comiso; y el 22 de agosto del mismo año, a fin de sustituir la circulación metálica de oro acuñado, promulgóse la ley 1968 que autorizaba a los bancos comerciales de la República para que, en conformidad con las disposiciones del Código de Comercio, emitieran billetes de banco denominados "cheques circulares al portador" de Lp. 1, Lp. 5 y Lp. 10; los que tendrían como respaldo los propios activos de los bancos emisores, y además, la garantía especial de todo su oro metálico, de las imposiciones de ese metal que tuvieran en los bancos extranjeros, de las cédulas hipotecarias, bonos, etc. Se determinó también que en ningún caso la emisión excedería de Lp. 1.100.000; y que el encaje mínimo de oro sería el 35 % del total, y el 65 % restante consistiría en las otras garantías especiales antes mencionadas; el poder cancelatorio de los cheques circulares sería igual al de la libra peruana de oro; y el efectivo y los valores en garantía de la emisión debían ser depositados en cajas especiales guardadas por los mismos bancos emisores, pero bajo el control de una Comisión supervisora denominada Junta de Vigilancia a la que, de acuerdo con el Artículo VII de la citada ley 1968, se le asignaron los siguientes poderes: control de la emisión, custodia de las garantías de la misma, autorización para sustituir éstas, para canjear los cheques deteriorados y para dictar todas las disposiciones necesarias para la conversión de los cheques y de los certificados de depósito. La Junta quedó integrada por los siguientes miembros: dos representantes del Poder Legislativo, uno del Gobierno, uno de los Bancos y uno de la Cámara de Comercio.

La ley 1982, de octubre de 1914, modificó los porcenta-

jes del encaje en la siguiente forma: 20 % en oro, 30 % en cédulas hipotecarias, y el resto en valores comerciales cotizables y documentos de cartera que fueran aceptados previamente por la Junta de Vigilancia.

Hasta este momento no existía en el Perú una entidad bancaria central que controlara y regulara el circulante y el crédito, y centralizara la emisión; de otro lado, según puede apreciarse, el encaje se ofrecía sumamente débil, ya que muchas de las garantías especiales que lo constituían eran valores de difícil liquidez, circunstancia que se hacía más grave por carecerse de un organismo central de redescuento.

Con el cambio de Gabinete se dió comienzo a una política prudente que tendió a vigorizar el encaje oro del respaldo, cuyo porcentaje mínimo de oro fué subiendo de 20 % en 1915, a 36 % en 1916.

De otro lado, el Artículo IX de la ley 1968, en lo referente a la conversión de billetes, decía: que los cheques circulares debían ser retirados del mercado a más tardar 6 meses después de haber cesado el estado de guerra entre Francia, Inglaterra y Alemania; y el Art. II de la mismo ley disponía: que el tenedor de un cheque circular tendría acción ejecutiva al vencimiento del plazo en que debía realizarse la conversión para reclamar su reembolso en oro efectivo en los bancos.

Según se ve del tenor de estos artículos y de esta interesante y curiosa disposición, no se tenía idea de que el papel moneda en sí, e independientemente de la circulación metálica, pudiera tener un valor funcional autónomo ni que pudiera constituir un sistema monetario adecuado y sano, como cualquier otro puramente metalista. Por eso, sólo se admitió el papel moneda como simple medida de emergéncia.

La necesidad de sustituir el circulante plata, que huía del mercado, hizo que por ley 2426, de 10 de agosto de 1917, se facultara a la Junta de Vigilancia para que emitiera che-

ques circulares de un décimo de libra peruana, hasta por la suma Lp. 500.000, en certificados de depósitos de oro, por cantidades iguales a las que los bancos o los particulares depositaran en las cajas de la Junta, en moneda acuñada de oro peruana o inglesa o en lingotes de oro, a razón de 7.323 grms. oro fino por libra peruana; el depósito podría constituirse también en lingotes de oro en los bancos de Inglaterra o de Estados Unidos a la orden de la Junta de Vigilancia y siempre al tipo de 7.323 grms. oro fino por Lp., más los gastos de flete y seguro. La Junta de Vigilancia convertiría a su presentación, en moneda metálica de oro, los certificados emitidos, siempre que fueran presentados por valor de libras enteras. Los certificados contendrían la siguiente inscripción: "convertible a su presentación en moneda sellada de oro en las oficinas de la Junta de Vigilancia, a razón de 10 certificados por Lp.". Estos certificados constituirían moneda legal con igual poder cancelario que un décimo de libra peruana de oro. No estando lista la emisión de esta clase de certificados, cuya impresión se contrató en el extranjero, y siendo necesaria la sustitución de la moneda plata que emigraba, se autorizó a la Junta de Vigilancia, por ley 2429, de agosto de 1917, para que emitiera billetes litografiados de un sol y medio sol, con el carácter de provisionales.

Mediante la ley 2426, autorizóse, así, la emisión de certificados de oro con 100 % de respaldo de ese metal; de otra parte, se fijó el valor oro del billete a razón de 7.323 grms. oro fino por Lp., valor que fué tomado también como punto de referencia en leyes posteriores.

Un fenómeno interesante se produjo durante el año 1917 en la balanza internacional de pagos peruana. Al aumentar considerablemente las exportaciones con relación a las importaciones, ello dió origen a un fuerte saldo comercial favorable, que reflejóse en un enermo superavit en nuestro

balance de pagos; superavit que fué acumulándose en el extranjero, sobre todo después que el Gobierno americano prohibió sus exportaciones de oro, al entrar en la guerra. Los saldos en el exterior a favor del Perú continuaron aumentando bajo la forma de depósitos en oro, en dólares y en esterlinas; simultáneamente se produjo una gran demanda de letras sobre Lima, que elevó apreciablemente el valor funcional de nuestro papel moneda en los cambios, que obtuvo cierto premio sobre el valor real oro de la libra peruana y de la esterlina acuñadas.

Ante esta situación favorable, por ley 2727, de 20 de marzo de 1918, restablecióse en el país la libre exportación de oro; y se dió la ley 2755, de 12 de junio de 1918, que autorizaba a los bancos para aumentar hasta en tres millones de libras peruanas la emisión de billetes, con la garantía de sus propios activos y la especial de su oro amonedado, de los lingotes de oro que poseyera —que serían valuados también a razón de 7.323 grms. oro fino por Lp.— y de sus fondos de oro depositados en los bancos de Nueva York y Londres.

Además, el Artículo XV de esta ley trató de contrarrestar la especulación en el cambio disponiendo que las personas que establecieran en sus transacciones premios o descuentos entre la Lp. de oro, la £ de oro y el cheque circular, serían castigadas con una multa igual al 50 % del valor de la transacción ([3]).

La emisión autorizada por la ley 2755 se hizo, así, contra el aumento correlativo de los depósitos oro en el país y en el extranjero; pero como la mayor parte de los saldos en el exterior estaban en dólares y en esterlinas, por ley 2776, de 14 de setiembre de 1918, que derogó a la 2755, se autorizó a los bancos de la República para abrir crédi-

(3) Anuario de Legislación del Perú, tomo XIII, pág. 10.

tos, sin intereses, hasta por 3 millones de Lp., a las personas que desearan traer fondos al Perú, créditos que serían extendidos contra depósitos en dólares o en esterlinas que tuvieran en los bancos de Nueva York o de Londres; los depósitos en garantía serían valuados a razón de $ 4.866 por Lp., y de una libra esterlina y cinco peniques por libra peruana. Para cumplir con esas operaciones de crédito los bancos podrían ampliar la emisión de cheques circulares hasta por 3 millones de Lp. El Artículo VI de esta ley trató de reglamentar la compra - venta de giros por los bancos: éstos no podían efectuar operaciones de compra o de transferencia de giros sobre Nueva York sino al tipo de 5.1 dólares por Lp., e igual equivalencia se estableció para las transacciones sobre Londres. Los que infringieran estas disposiciones serían penados con multa igual al monto de la transacción.

Tanto la ley 2755 (Art. IX) como la 2776 (Art. VII) disponían que tres meses después que terminara la guerra, la Junta de Vigilancia y los Bancos trasladarían a Lima los lingotes de oro depositados en el exterior, los acuñarían y los agregarían al fondo de conversión de los cheques circulares. Subsistía, según puede apreciarse, la idea de que el billete era una simple medida de emergencia, pasada la cual debía restablecerse la circulación metálica.

La ley 4017, de 29 de diciembre de 1919, amplió los plazos para la conversión fijados por leyes anteriores, sustituyéndolos por la siguiente fórmula vaga: "hasta que se regularice la situación financiera internacional producida por la guerra última".

El 18 de enero de 1919 se dió la ley 3063, ampliatoria de la 2776, que autorizó la emisión ilimitada de billetes con tal que tuvieran una garantía de 100 % en oro.

Resumiendo, podemos decir: que la ley 2426, de 10 de agosto de 1917, fijó indirectamente el contenido oro del papel moneda peruano a razón de 7.323 grms. oro fino por Lp.; que la ley 2776, de setiembre de 1918, confirmó esta disposición y estableció, además, como relación de cambio del papel moneda peruano, la siguiente: 4 dólares 86 cts. por libra peruana, y una libre esterlina 5 peniques por libra peruana.

La ley 2776 autorizó el aumento de la emisión de billetes ya no sólo contra oro, como en el caso de la ley 2755, sino contra depósito en dólares y esterlinas; de otro lado, ambas emisiones tuvieron un carácter limitado, mientras la autorizada por ley 3063, de 18 de enero de 1919, permitió la emisión ilimitada con tal que tuviera un respaldo de 100 % en oro; propiciando en esa forma el sano, aunque rígido sistema, del "currency principle".

La característica del sistema monetario que rigió en el Perú durante el período 1914 - 1922 fué, propiamente, el de núcleo áureo con papel moneda inconvertible; cuyo encaje sufrió diversas fluctuaciones: desde el sistema a base de un porcentaje mínimo de oro y el resto valores de difícil liquidez, hasta el de emisión con respaldo de 100 % en oro.

En el período 1914 - 21, no obstante la pluralidad de los organismos de emisión y la falta de un organismo central que regulara el crédito, debido a la bonanza de nuestra situación económica durante ese período motivada por el aumento de las exportaciones y el alza en el mercado mundial de la cotización de nuestros más importantes productos, el sistema monetario peruano se desenvolvió en forma casi normal, a pesar de sus deficiencias técnicas, registrándose una apreciable tonificación del papel moneda en el cambio, el que obtuvo un regular premio sobre la paridad metálica con el dólar y la libra esterlina.

TIPO DE CAMBIO DE LA MONEDA PERUANA

Año	Dólares por Lp.	Peniques por Lp.
1914	4.40	239
1916	4.93	253
1917	5.18	266
1918	5.65	292
1919	5.03	288
1921	4.12	277

De otra parte, no obstante la alta valoración de nuestra moneda, las exportaciones peruanas llegaron a niveles nunca igualados anteriormente, en cuanto a su valor nominal, ni posteriormente, en cuanto a su valor en términos oro.

COMERCIO EXTERIOR DEL PERU (EN LIBRAS PERUANAS)

Año	Importaciones	Exportaciones
1914	4.827.930	8.767.790
1916	8.683.150	16.541.063
1918	9.705.113	19.972.595
1920	18.358.224	35.304.156
1921	16.669.189	16.660.484

5. — La creación del Banco de Reserva del Perú. (Período 1922 - 31).

Este período comienza con la promulgación de la ley 4500, de 9 de marzo de 1922, por la que se creó el Banco de Reserva del Perú, modelado dentro de los lineamientos generales de los Bancos de Reserva de Estados Unidos. Este hecho inicia una nueva era en la organización del sistema bancario peruano.

Aun cuando el respaldo oro de nuestro circulante habíase venido tonificando cada vez más hasta convertirse en un

sistema de "100 %", el régimen de emisión adolecía del defecto de su pluralidad; además, su carácter rígido y la falta de un organismo de redescuento debilitaban enormemente su posición. El Banco de Reserva de 1922 vino, así, a llenar la necesidad que había de un circulante más elástico y de un organismo central que tuviera el control de la emisión y la regulación del crédito.

Según la ley 4500, el Banco de Reserva quedó constituído por dos clases de Acciones: de la clase A, suscritas por los bancos accionistas; y de la clase B, por el público. El Directorio se compondría de 10 miembros: 3 nombrados por el Gobierno, 6 por los bancos accionistas, y 1 eventual en el caso de que el Gobierno constituyera una Agencia fiscal en el extranjero, miembro que podía ser suprimido por acuerdo de los 9 directores restantes. Como se ve, primaban los representantes de los bancos, quedando los del Gobierno en segundo plano y casi sin representación los accionistas del público.

Al nuevo Banco se le asignaron las siguientes funciones, entre otras: recibir de los bancos accionistas, del Gobierno o de las instituciones oficiales, imposiciones en cuenta corriente; descontar, con el endose previo de cualquiera de los bancos accionistas, vales, giros y letras de cambio provenientes de operaciones comerciales efectivas; descontar pagarés de los bancos asociados, que estuvieran garantizados por vales, giros, letras de cambio, etc.; comprar y vender, sea en el Perú o en el extranjero, de bancos o casas y compañías exportadoras e importadoras de primera clase, transferencias cablegráficas, letras de cambio y aceptaciones bancarias; aceptar depósitos del público, sin intereses; comprar a los bancos accionistas y vender, con o sin endose, letras de cambio provenientes de operaciones comerciales; abrir y llevar cuentas en países extranjeros; y por último, actuar como cámara de compensación. También quedó facultado para establecer los tí-

pos de descuento; y se le acordó, en conformidad con el Art. 13 de dicha ley, el privilegio exclusivo de emitir billetes bancarios, con los siguientes propósitos: canjear a la par los cheques circulares que estuvieran en circulación; proveer a las operaciones de redescuento y adelantos a los bancos accionistas en la forma fijada por la citada ley; y movilizar depósitos que se constituyeran en moneda de oro, oro físico o en cualquier otra forma, a razón de 7.323 grms. oro fino por cada billete de Lp.

De conformidad con el Artículo 13 de esta ley la conversión de los billetes se haría —después de cumplida la condición establecida por el Art. 14, que veremos más adelante— en la siguiente forma: serían redimidos a su presentación en las oficinas del Banco, en oro sellado del peso y ley que quedan arriba indicados, o en giros sobre el extranjero. En este último caso, el pago se haría, a opción del tenedor, en transferencias cablegráficas, letras a la vista o cheques en dólares de los Estados Unidos, sobre Nueva York, o en moneda esterlina, sobre Londres, girados por el Banco sobre la base de la paridad en oro de las respectivas monedas, con deducción del costo efectivo del transporte.

Sin embargo, según lo disponía el Art. 14 de la citada ley, las conversiones del billete establecidas en el artículo anterior sólo se llevarían a cabo: "cuando la situación financiera internacional se normalizara", debiendo además el Poder Ejecutivo, a pedido del Directorio del Banco, facultar expresamente a éste para convertir los billetes bancarios en la forma establecida por el Art. 13 de esta ley.

Según puede apreciarse, el valor oro del billete fué mantenido en 7.323 grms. oro fino por unidad; y se dejó subsistente, hasta que se normalizara la situación financiera internacional, el régimen de papel moneda inconvertible. Situación que se prolongó hasta comienzos de 1931, en que estableciose el régimen de "gold exchange standard".

La ley 4500 estableció también que como garantía de los billetes el Banco de Reserva conservaría en sus bóvedas monedas de oro y oro en barras, en la proporción de 7.323 grs. oro fino por pieza de 10 soles; y fondos efectivos en dólares, en Nueva York, y de esterlinas, en Londres, estimados por su valor de cambio en oro en el mercado de Lima, según la cotización del día; oro y fondos que en ningún caso serían menores del 50 % del monto total de los billetes bancarios en circulación; además, como garantía adicional conservaría los vales, giros, letras de cambio, etc., adquiridos en las operaciones realizadas de conformidad con esta ley. La Junta de Vigilancia y los bancos comerciales debían transferir al nuevo Banco de Reserva, según lo ordenaba el Art. 16 de la ley 4500, el oro y demás fondos que mantuvieran en garantía de las emisiones de cheques circulares autorizadas por leyes anteriores, los que, a su vez, debían ser canjeados por los nuevos billetes que emitiera el Banco de Reserva.

Nuestro circulante se mantuvo así en este período dentro del tipo de "núcleo o encaje áureo", evolucionando del sistema de 100 % de respaldo, a la forma más elástica de respaldo de 50 % en oro, y el resto, valores fácilmente negociables. La forma rígida del "currency principle" cedió, así, su puesto a la más elástica del "banking principle".

De 1922 a 1929 las exportaciones peruanas aumentaron considerablemente y, a causa de la política de empréstitos, registróse una afluencia de capitales en el país, todo lo cual tonificó la cotización de la moneda peruana en los cambios, según puede apreciarse en los cuadros estadísticos siguientes:

COMERCIO EXTERIOR DEL PERU (EN LIBRAS PERUANAS)

Año	Importaciones	Exportaciones
1922	10.592.554	19.969.559
1927	19.364.198	28.791.437
1928	17.626.644	28.050.222
1929	18.985.246	29.301.239

COTIZACION DE LA LIBRA PERUANA EN EL M. DE CAMBIOS

Año	Dólares por Lp.	Peniques por Lp.
1922	3.85	206
1927	3.73	169
1928	3.97	189
1929	4.00	200

6. — El panorama económico internacional de la post-I guerra mundial y la crisis económica en el Perú.

La post guerra acumuló una serie de problemas que, a manera de taras económicas, precipitaron la crisis mundial que fué iniciada en los Estados Unidos con la "deblacle" financiera del año 1929 y ha continuado, con pequeñas oscilaciones, hasta nuestros días. La guerra produjo, entre otros, los siguientes efectos inmediatos, cuyas consecuencias tuvieron también que sufrirse en la post-guerra: la desorganización de los mercados, de las vías de comunicación y del sistema financiero internacional; el alza inflacionista de precios, que al estimular en algunos países el desarrollo de la producción, dió comienzo a una carrera especulativa que reflejóse en un progreso ficticio, el que culminó con la quiebra bursátil del año 1929 en los Estados Unidos.

La guerra benefició económicamente a algunos países manufactureros, como por ejemplo Estados Unidos, y a los productores de materias primas y artículos alimenticios, como el Perú y las demás naciones de América Latina. El alza tentadora de precios favoreció en el Perú el desarrollo de la producción, estimulando el aumento de las exportaciones, y adquiriendo la moneda peruana, a pesar de su carácter inconvertible, un 15% de premio sobre el dólar, en 1918, y un 32 % de premio, en 1920, sobre la paridad con la esterlina.

La crisis de 1920 - 21 y la imprevisión de los años anteriores acabaron con las utilidades que la guerra reportó a los países productores de materias primas.

El mundo después de esta pequeña crisis entró en un período de reajuste. Algunos de los países beneficiados, como Estados Unidos, convirtiéronse en acreedores financieros, extendiendo su poder inversionista. La balanza de pagos de los países económicamente semicoloniales, como el Perú y otros de América Latina, fué cubierta en gran parte, durante el período 1923 - 29, con los empréstitos contratados en plazas extranjeras, muchos de los cuales, analizados desde un punto de vista técnico financiero, fueron de naturaleza improductiva y contrariaban las reglas elementales del cubrimiento (4). Los países de América Latina mantuvieron así en este período, mediante la inyección de créditos extranjeros, una prosperidad casi ficticia.

Mientras el crédito realizóse con liberalidad los nuevos empréstitos que hacían los países deudores sirvieron, parte, para cubrir sus deudas anteriores o para adquirir mercaderías, manteniendo con este procedimiento relativamente alto su poder de compra.

La quiebra bursátil de Wall Street en el año 1929, al producir la restricción brusca del crédito y la retracción de capitales, dió origen a un fuerte desequilibrio en las balanzas de pagos de los países deudores, entre los que se encontraba el Perú y los demás de América Latina, que se habían visto afectados también por la caída de los precios mundiales que llegaron a niveles inferiores al del costo de producción, dando origen a una disminución de las exportaciones y de las ventas, que también se vieron restringidas por las altas tarifas arancelarias y demás trabas comerciales que establecieron algunos países desde 1930. De otro lado,

(4) BRUNO MOLL. Finanzas y Guerra, pág. 41 a 47.

el desequilibrio en la balanza de pagos peruana vióse intensificado por el peso de los servicios de la deuda externa, que al elevarse con la depreciación monetaria, perturbaron el equilibrio económico del país.

En estas condiciones, el poder contributivo de los productores y de los que poseían valores en general sufrió una considerable merma. Al disminuir el poder contributivo y depreciarse la moneda en los cambios, registróse en el Perú y en las otras naciones de economía similar a la nuestra, un descenso constante de los ingresos fiscales y los consiguientes déficits en el Presupuesto.

7. — La revaluación de 1930.

De 1922 a 1929 la moneda peruana, cuyo valor oro fijado por ley 4500, de 9 de marzo de 1922, era de 7 grms. 323 milígramos oro fino por libra peruana, o sea, 0.7323 grms. oro finos por sol, había fluctuado en los cambios durante dicho período con cotizaciones que giraban alrededor de 4 dólares por Lp., lo que daba un equivalente a 40 cts. m.am. por sol.

El 11 de febrero de 1930, con el objeto principal de que el Fisco obtuviera una plus-valía con la revaluación nominal del encaje oro y pudiera hacer frente al desequilibrio presupuestal y a la gran demanda de divisas para el pago de los servicios de la deuda pública externa, dictóse la ley 6746, que estableció como nueva unidad monetaria de la República el sol-oro, con un contenido de 0.601853 grms. oro fino por unidad, lo que daba un equivalente en la paridad monetaria con el dólar de 40 cts. m. am. por sol. La ley 6746 devaluó, así, el contenido oro del sol peruano de 0.7323 grms. oro fino, valor que había sido mantenido durante más de 30 años, a 0.601853 grms. oro fino.

La razón principal que se dió para esta devaluación fué

de que la cotización del sol peruano en los cambios había fluctuado, de 1922 a 1929, alrededor de 40 cts. m. am. por sol, no habiéndose podido mantener a razón de 48 cts. m. am., que era el equivalente de la paridad legal oro.

Al devaluarse el contenido áureo de la unidad monetaria se revalorizó nominalmente el respaldo oro que cubría el circulante; plus valor nominal que fué destinado, según el Art. 12 de la citada ley 6746, "para fines de estabilización o de ampliación de la emisión". Sin embargo, los S/.11.012.886 que el Estado obtuvo como plus valía de la revalorización del encaje fueron utilizados, a manera de ingreso fiscal extraordinario, para cubrir las necesidades comunes del Fisco, contrariando así los más elementales principios de una sana política monetaria y financiera.

De otro lado, el Art. 5 de la ley 6746, declaró libre e ilimitada la acuñación de oro; que ese metal podría exportarse libremente en la forma de oro acuñado y en lingotes, pero el oro contenido en otros minerales seguiría afecto a los derechos fijados por leyes especiales. Por último, el Art. 8 de la citada ley dispuso "que mientras se acuñara la nueva moneda de oro, el Banco de Reserva haría la conversión de los cheques circulares y de los billetes, para los usos internacionales, en giros sobre Nueva York o Londres. Pero, el Poder Ejecutivo, a pedido expreso del Banco de Reserva, debía facultar a éste, tanto para la conversión en giros como para la conversión metálica de esos billetes y cheques circulares en las nuevas monedas de oro".

La ley 6746. de defectuosa redacción, estableció así, al igual que la 4500 que creó el Banco de Reserva del Perú, que para la conversión del billete en oro o divisas, era indispensable que el Ejecutivo, a pedido del Banco de Reserva, facultara a éste expresamente para realizar dicha conversión. Por lo que, prácticamente, subsistió el mismo régimen de papel moneda inconvertible que había venido rigiendo, con la

única diferencia del cambio de nombre de la unidad monetaria y de que el contenido oro de ésta había sido desvalorizado en 18 %.

8. — La Misión Kemmerer y el restablecimiento del patrón oro en el Perú.

La Misión Kemmerer, que había sido solicitada por varios países de América Latina para que reorganizara sus finanzas sobre bases técnicas, fué contratada también con el mismo fin por el Gobierno peruano.

La Misión llegó al Perú en enero de 1931, y encontró que la situación económica y financiera del país era bastante difícil, que la moneda caía persistentemente en el cambio, y que el funcionamiento del mecanismo bancario era defectuoso. Ante esta seria situación de la economía nacional la Misión Kemmerer preparó, entre otros, los siguientes proyectos de reformas, que constituían un solo todo, ya que cada uno de ellos era parte integrante del nuevo sistema monetario y bancario que se propuso:

El primer proyecto, convertido en decreto - ley 7126, de 18 de abril de 1931, estableció como nueva unidad monetaria de la República el sol de oro, sin acuñar, con un contenido de 0.421264 grms. oro fino;

El segundo proyecto convertido en decreto-ley 7159, de 23 de mayo de 1931, fué una ley general de bancos, que contemplaba, además, el establecimiento de una Superintendencia de Bancos llamada a supervigilar el funcionamiento de las instituciones de crédito del país;

Por último, el tercer proyecto, convertido en decretos - leyes 7136 y 7137, de 18 de abril y 9 de mayo de 1931, respectivamente, ratificados y modificados ligeramente por la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva N°. 7538, de 1 de julio de 1932, reorganizó el Banco de Reser-

va del Perú, adaptándolo a un tipo más moderno, y convirtiéndolo en el actual Banco Central de Reserva.

9. — La creación del Banco Central de Reserva del Perú.

El Banco de Reserva del Perú, fundado en 1922 dentro del molde de los bancos centrales de entonces, no obstante la importante función que desempeñó al servir de órgano centralizador de la emisión, adolecía aún de algunos defectos que hacían necesaria su reorganización: (5)

a) "Estaba excesivamente dominado por un solo grupo de intereses económicos representado por los bancos, los que tenían la mayor participación en el Directorio;
b) Sus operaciones eran realizadas casi íntegramente con los bancos asociados, quedando excluído de ellas el público;
c) Sus transacciones quedaban reducidas sólo a Lima, no habiendo establecido sucursales en otros lugares de la República; por último,
d) No había podido cumplir eficazmente con sus dos funciones esenciales: la de mantener la moneda estable; y la de proporcionar una fuente de crédito adecuada que pudiera, inclusive, ser utilizada en tiempos de emergencia".

La Misión Kemmerer, a fin de establecer un Banco Central de tipo más moderno, propuso, por eso, la reorganización del Banco de Reserva, dentro de los siguientes lineamientos:

A) El Capital del nuevo Banco Central de Reserva estaría constituído por acciones: de la clase A, suscritas por los bancos asociados; de la clase B, por el público; y de la clase

(5) Exposición de Motivos del proyecto de creación del Banco Central de Reserva del Perú propuesto por la Misión Kemmerer, página 10.

C, que serían de propiedad del Gobierno y formadas estas últimas por el producto de la revaluación del encaje metálico, de conformidad con el decreto ley 7126 que estableció la nueva unidad monetaria de la República y cuyo estudio detenido haremos más adelante. El Directorio se compondría de 10 a 11 miembros: 3 que representarían al Gobierno, clase C; 3 a los bancos comerciales, clase A; 1 al público, clase B; y 3 de la clase D, que serían elegidos uno por la Sociedad Nacional Agraria, uno por las Cámaras de Comercio de la República y uno por la Sociedad Nacional de Industrias; por último, un Director que representaría a ciertas entidades bancarias extranjeras de acuerdo con el contrato de 1 de diciembre de 1927, celebrado entre el Gobierno del Perú y los señores J. & W. Seligman Co. y el National City Bank.

Como se ve, el Directorio estaba integrado por representantes de los más importantes sectores económicos del país, corrigiendo, así, en parte, los defectos de la constitución de la Junta Directiva del anterior Banco de Reserva, y evitando los dos más grandes peligros que tiene todo Banco Central: tanto el de su explotación por la Administración Pública, como el de su control exclusivo por los bancos comerciales. La Misión Kemmerer decía a este respecto lo siguiente ([6]): "Jamás debe permitirse que los banqueros comerciales controlen la política de un Banco Central"; y, "ya que un Banco Central corre serio peligro de ser explotado por el Gobierno, la representación de éste en el Directorio deberá ser siempre suficientemente limitada, para impedir que los directores del Gobierno dominen en el Directorio". Siguiendo estos principios fué organizado, según hemos visto, el Directorio del nuevo Banco Central de Reserva del Perú.

---

(6) Exposición de Motivos del Proyecto del Banco Central de Reserva, Misión Kemmerer, págs. 37 y 39.

10. — B). Las operaciones del Banco, exclusive de la emisión de billetes.

A diferencia del anterior Banco de Reserva, el nuevo Banco Central creado a sugerencia de la Misión Kemmerer quedó autorizado para celebrar operaciones con los bancos asociados, con el público en general y con el Gobierno; aunque establecióse una diferencia bien marcada entre las operaciones que la citada Institución podía realizar con cada uno de estos grupos.

El mayor volumen de las operaciones, como es de suponer, tenía que efectuarse con los bancos comeciales mediante los redescuentos, préstamos directos, depósitos sin intereses. operaciones de cambio extranjero y nacional, y por último, sirviendo de Cámara de Conpensación.

Entre las operaciones que el Banco estaba autorizado a efectuar en el mercado, o mejor, con el público en general figuraban: la de comprar y vender oro en pasta y moneda peruana y extranjera; comprar, vender y descontar letras de combio, giros, cheques, etc.; recibir depósitos a la vista sin devengar intereses, etc. Estas operaciones con el público eran de vital importancia para estabilizar el mercado monetario nacional y proteger la moneda del país.

Entre las operaciones que la ley constitutiva del Banco permitía que esta Institución realizara con el Gobierno estaban: la facultad de redescontar a los bancos asociados documentos fiscales a corto plazo (90 días); la de ser depositario de los fondos fiscales; y por último la de que pudiera ser agente fiscal del Gobierno nacional, de sus varias dependencias y de las compañías fiscalizadas. Se fijó, además, que "el monto total de giros del Gobierno que el Banco tuviera en su poder en cualquier momento no debía sobrepasar el 20 % del capital intacto y del fondo de reserva de esa Institución".

Todas estas operaciones que podía realizar el Banco Central con los bancos asociados, con el público y con el Gobierno, quedaban, además, sujetas a las limitaciones especiales establecidas en el Art. 53 de su ley constitutiva.

C) El Directorio del Banco Central quedó facultado también para fijar cada cierto tiempo los tipos de redescuento, descuento e intereses; pudiendo establecer tasas diferenciales para las operaciones con los bancos comerciales o con el público, o, según la naturaleza de las operaciones o la clase de documentos.

D) Por último, el Banco continuó con el privilegio de la emisión de billetes.

11. — El encaje legal.

El Art. 67 de la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú dispuso que esta Institución mantendrían un encaje normal mínimo legal de 50 % del conjunto de sus billetes en circulación y de sus depósitos. Encaje mínimo legal que constaría de las siguientes partidas: a) oro en barras y monedas de oro guardadas en las bóvedas propias del Banco en el Perú y oro guardado en custodia en el extranjero en bancos acreditados, a razón de S/2.3738 por cada gramo de oro fino; b) Depósitos pagaderos en oro, o su equivalente, a la vista en bancos acreditados en Nueva York o Londres, calculados a base de la paridad legal del oro del dólar y de la esterlina, respectivamente, con el del sol peruano; c) Aceptaciones bancarias acreditadas, a plazos no mayores de 90 días contados desde la fecha de su adquisición por el Banco Central de Reserva del Perú, que fueran fácilmente negociables en los mercados de Nueva York o Londres, a condición de que en ningún momento se colocara en dichas aceptaciones bancarias cantidad mayor que las dos quintas partes del total del encaje mínimo le-

gal; d) Monedas de plata peruana cuya cantidad no sobrepasara la décima parte del citado encaje mínimo legal de 50 %.

De estas mismas funciones y de las otras que se le encomendaron al nuevo Banco Central de Reserva del Perú, se ha de ocupar también, en forma más amplia y detenida, el distinguido Prof. Dr. Bruno Moll, con quien conjuntamente realizo este trabajo, por lo que aquí me he limitado sólo a enumerar algunas de las más importantes de dichas funciones.

12. — El establecimiento en el Perú del "gold exchange standard". (Período 1931 a mayo de 1932).

La Misión Kemmerer aconsejó el retorno al patrón oro convertible bajo la forma del "gold exchange standard". La ley Orgánica del Banco Central de Reserva estableció el régimen de conversión del billete a base de la nueva unidad monetaria fijada por decreto ley 7126, y dispuso en sus Artículos 61 a 63: que los billetes del Banco Central de Reserva serían redimidos a la vista en la Oficina principal del Banco en Lima, en cualquiera de las siguientes formas: a) Barras de oro de aproximadamente 100 % fino y monedas de oro peruanas y extranjeras, a razón de S/. 2.3738 por gramo de oro fino; b) Giros a la vista sobre Nueva York o Londres, pagaderos en oro o su equivalente y girados contra fondos depsitados en bancos acreditados establecidos en dichas ciudades; c) Además de las expresadas formas de redención, el Banco podía redimir a la vista sus billetes en monedas de plata de la denominación de un sol, en cantidades de 20 soles o menos en un pago, y en moneda menuda en cantidades de cinco soles o menos en un pago; pero nadie tendría derecho de pedir en un solo día la redención de cantidad mayor que S/ 25 en dicha moneda de plata.

Para evitar un posible aumento del valor en oro de la unidad monetaria peruana, el Banco Central quedó facultado para dar en pago, a la vista, sus propios billetes, a cambio de: oro en barras, monedas de oro peruanas y extranjeras, depósitos oro a la vista en bancos del exterior, etc.

Como se vé, la Misión Kemmerer al restablecer el régimen de patrón oro convertible lo hizo en la forma combinada del "gold exchange" y del "gold bullion standard", quedando excluída de la circulación interna la forma clásica del "gold coin standard", que había regido en el Perú durante el período de 1898 a 1914.

13. — ¿Fué conveniente el restablecimiento de la conversión en el Perú en un momento tan desfavorable como el del año 1931?

Del análisis detenido y sereno de la realidad económica del Perú en los años 1931, en que vino la Misión Kemmerer, a 1932, surgen algunos interrogantes. ¿Fué necesario el retorno a la conversión del billete en el Perú para lograr la estabilización monetaria? ¿La restauración del patrón oro convertible fué el único medio de que se dispuso para estabilizar la moneda, y el que resultaba más conveniente para el país?

Estos interrogantes, que plantean problemas sumamente complejos, cabe analizarlos desde dos puntos de vista: el uno, puramente teórico abstracto; y el otro, con el criterio de la política monetaria que más convenía al país en esos momentos.

Al llegar al Perú la Misión Kemmerer en 1931 un hecho era evidente y necesario para el buen cumplimiento de la tarea que se le encomendó: había que impedir la mayor depreciación monetaria; y estabilizar el cambio.

También era indiscutible que las causas de la deprecia-

ción de la moneda peruana en los cambios eran sumamente profundas y complejas, y no dependían puramente del buen o mal funcionamiento del sistema monetario en sí. Como lo hemos visto en párrafos anteriores, la economía y las finanzas del Perú se habían visto afectadas desde 1930 por la contracción internacional del crédito y la restricción de capitales; por la revalorización cada vez mayor del oro y de las monedas ligadas a él, que precipitaba una crisis de deflación; por la caída violenta de precios, que fué agudizándose hasta fines de 1932; por las altas tarifas arancelarias y las restricciones comerciales, que disminuían el volumen de sus exportaciones; por la disminución de la capacidad de compra, de pago y contributiva, que afectó los ingresos fiscales y produjo déficits en el Presupuesto; y por último, por el reflejo de estos factores sobre el equilibrio de la balanza internacional de pagos, que vióse además afectado por el fuerte peso de los servicios de la deuda pública externa que había aumentado en los últimos años.

Era aconsejable en estas circunstancias y en un momento en que la crisis mundial de deflación estaba en pleno desarrollo y todos los países —inclusive Inglaterra— se aprestaban a abandonar el patrón oro, era aconsejable, repito, proceder a la estabilización de la moneda peruana en los cambios a base de la estabilización definitiva del valor oro, de la unidad monetaria y de la conversión del billete?

Hay que diferenciar la estabilización del cambio de la estabilización del valor oro de la moneda. El patrón oro convertible, que sí implica la estabilización definitiva del valor oro de la moneda, sólo es uno de los medios de estabilizar el cambio, pero no el único. Un ejemplo aclarará mejor estos conceptos. Actualmente tenemos en el Perú estabilizado de facto el cambio a razón de S/ 6.50 por dólar, mientras el valor nominal oro de la unidad monetaria peruana corresponde a una paridad oro con el dólar actual de S/ 2.11

por dólar. Sin que haya sido ni sea necesario para lograr tal estabilización que la moneda peruana sea convertible, ni que el tipo de cambio coincida con la paridad oro.

No obstante esto, es evidente que la Misión Kemmerer aconsejó uno de los métodos más seguros y ortodoxos para lograr la estabilización monetaria, que fué el mismo que había aconsejado para otros países, y que era el del "gold exchange standard". Técnicamente no había así objeción alguna que hacer al mecanismo que propuso la Misión Kemmerer para estabilizar el cambio, mecanismo que no era sino el mundialmente conocido del patrón oro convertible. Mediante este sistema era técnicamente posible mantener estabilizada la moneda peruana en el cambio, hasta que se perdiera —por la persistencia del desequilibrio en la balanza de pagos— el último gramo del encaje o hasta que la crisis de deflación que traería consigo la contracción del circulante asfixiara la economía del país.

Y es que el patrón oro en sí no es un remedio que hubiera podido curar las causas profundas que habían alterado el equilibrio de la balanza internacional de pagos peruana y que ejercían su acción depreciatoria sobre los cambios; causas muchas de ellas incontrolables por ser de carácter internacional pero que sin embargo repercutían desfavorablemente sobre la economía interna.

La Misión Kemmerer trató de curar el mecanismo monetario y bancario del país aplicando el método del "gold exchange standard", pero quedaron subsistentes las causas esenciales que habían alterado y continuaban alterando el equilibrio económico y que ejercían una acción perturbadora sobre el valor económico de la moneda y sobre los cambios. Especialmente si se tiene en cuenta que el valor económico real de la valuta y el verdadero nivel de equilibrio en los cambios dependen, más que de la mayor o menor cobertura metálica, de los diversos y complejos factores que

intervienen en el proceso económico. Cuando no existe este equilibrio los cambios, en el "gold standard", se mantienen dentro de los "gold points", de exportación o de importación, según los casos, mientras dura la anormalidad; y dentro del papel moneda inconvertible, el desequilibrio se traduce en una mayor o menor cotización de la moneda en el mercado de divisas.

Por eso, sin discutir el carácter técnico del mecanismo que para el funcionamiento del patrón oro y estabilización del cambio propuso la Misión Kemmerer, y contemplando el problema desde el punto de vista de una política monetaria adecuada, o mejor, de la conveniencia de haber adoptado el método de la conversión o cualquier otro que hubiera sido a largo término menos lesivo para el país, creo, que si bien la Misión Kemmerer cumplió con proporcionar uno de los medios más seguros y eficaces para estabilizar el cambio como es el del patrón oro; aunque no por ello menos riesgoso en esos momentos para la riqueza del país, según lo veremos más adelante; fué a los políticos, o mejor, a los financistas, a quienes correspondió la tarea de haber examinado y discutido las ventajas para el país de uno u otro método de estabilización, y no adoptar ciegamente el del patrón oro convertible, que no estaba de acuerdo con la realidad económica nacional e internacional de esos momentos, por lo que tuvo que ser abandonado casi de inmediato, dejando al país el triste recuerdo de una gran sangría de oro y de una acentuación de la crisis deflacionista por la que pasaba el mundo y que ejercía su nefasta influencia sobre nuestra economía interna.

14. — El problema del tipo de estabilización de la moneda peruana en 1931.

De 1922 a 1929 la moneda peruana había oscilado en los

cambios alrededor de 40 cts. m. am. por sol, valor al que se ajustó la paridad metálica con el dólar en virtud de la ley 6746, de febrero de 1930. Desde esta fecha la cotización de la moneda peruana en el mercado comenzó a descender paulatinamente de 38 cts. m. am. por sol en enero de 1930 a 29.7 cts. m. am. en diciembre del mismo año, dando un promedio total para 1930 de 35.5 cts. m. am. por sol. En 1931 la cotización continuó bajando a 29.1 cts. m. am. por sol en enero, a 27.3 cts. m. am. en febrero y a 27.6 cts. m. am. en marzo; lo que arrojaba un promedio para estos tres meses de 28 cts. m. am. por sol, que fué el que sirvió de base a la Misión Kemmerer para fijar el tipo de cambio.

¿Fué adecuado el tipo de estabilización que propuso la Misión Kemmerer? Evidentemente que fué un tipo bastante acertado, no obstante haberse tomado como factor de referencia el promedio de la cotización de la moneda peruana en el mercado durante los últimos tres meses anteriores a la estabilización, y no un período mayor, como hubiera sido aconsejable en otras circunstancias. Además, entre los factores de referencia prefirióse el de la cotización de la moneda en el cambio, y no el de su valor adquisitivo, aunque entre ambos valores no hubo en definitiva una gran disparidad, si se tiene en cuenta el proceso deflacionista en que se desenvolvía la economía mundial y la propia naturaleza de los índices de precios.

15. — La devaluación del contenido oro del sol y la evaluación del encaje metálico en 1931.

Acordado el tipo de estabilización del sol peruano en 28 cts. m. am., el equivalente en oro de la paridad metálica entre la moneda peruana y el oro era de 0.421264 grms. oro fino por sol; y así lo estableció el Decreto-ley 7126, de 18

de abril de 1931, que ordenó que la nueva unidad monetaria de la República sería el sol oro sin acuñar, con un contenido de 0.421264 grms. oro fino. Vale decir, que fué desvalorizada la unidad monetaria en 30 % con relación a su anterior valor oro.

El Balance del Banco de Reserva del Perú, al 20 de marzo de 1931, indicaba un encaje oro de S/. 52.153.680, en soles de 0.601853 grms. oro fino; el que expresado en la nueva unidad desvalorizada cuyo contenido áureo era de 0.421264 grms. oro fino por sol, arrojaba un valor en soles de S/. 74.505.257, o sea, daba un plus-valor nominal de S/ 22.351.577.

A diferencia de la revaluación del encaje metálico realizada en 1930, que fué a parar prácticamente a las arcas fiscales para cubrir sus necesidades comunes, el producto de la revaluación propuesta por la Misión Kemmerer fué destinado a fines más en armonía con los principios científicos. En efecto, el Art. 4 del Decreto-ley 7126, decía: "que el aumento en el número de soles de propiedad del Banco Central de Reserva, producido por la revaluación de la unidad monetaria del sol de oro estipualada por esta ley, pertenecía a dicho Banco, pero el equivalente de dicha suma se entregaría al Gobierno nacional en acciones del Banco de la clase C totalmente pagadas, a razón de 100 soles por acción, una vez que dicha revalorización se haya efectuado".

16. — Causas del abandono del patrón oro en el Perú.

Uno de los mayores defectos de algunos bancos centrales después de implantado el "gold exchange standard" fué el de no ejercer un control técnico y eficiente sobre el circulante, el crédito y los precios, y por ende sobre el valor económico real de sus valutas, lo que produjo cierta disparidad entre éste y la cotización de la moneda en los

cambios. De otro lado, se creyó que la misión de los bancos centrales era mantener a todo trance la estabilidad de los cambios, aunque para ello hubiérase de sacrificar estérilmente las reservas áureas del país puestas a su custodia. La causa real del éxodo del oro que precedió a la inconversión en el Perú y en algunos países de América Latina, habría que buscarla, fundamentalmente, en la disparidad, posterior a la estabilización de las monedas de estos países a base del patrón oro, entre el valor económico de sus valutas y la cotización de ellas en el mercado de divisas.

Entre otras, las siguientes causas de índole internacional podrían explicar el abandono del patrón oro por el Perú y algunos países de América Latina: la mala distribución y el encarecimiento del oro, que valorizó excesivamente a unas monedas respecto de otras; el retraimiento internacional de capitales y la restricción del crédito; la baja de precios, las altas tarifas arancelarias y las restricciones comerciales, que disminuyeron la producción, las exportaciones y la capacidad de compra y de pago de estos países.

La excesiva apreciación del oro, después de 1931, al abandonar ciertos países el "gold standard", precipitó una mayor caída de precios en los países que se mantuvieron dentro de dicho sistema. La baja de precios, más aguda en los Estados Unidos que en el Perú, elevó el valor adquisitivo del dólar respecto a la moneda peruana; el retraimiento y la evasión de capitales y el desequilibrio en nuestra balanza de pagos, mantuvieron el tipo de cambio de la moneda peruana con relación al dólar en el punto de exportación de oro; lo que agravóse con la acción de los imponderables en el mercado de cambios. De enero a abril de 1932 el Banco Central de Reserva del Perú perdió la tercera parte de su encaje oro, restringiéndose la circulación a límites excesivamente desventajosos, que acentuaron en el Perú la crisis de deflación. Por lo que, ante la amenaza de

una mayor sangría ininterrumpida de oro y de una mayor contracción del circulante y del crédito, con sus graves consecuencias para la economía del país, el Perú, como anteriormente otros países, se vió en la necesidad de abandonar la libre conversión, resultando fallidas todas sus providencias —inclusive la declaración lírica que hizo el Congreso Constituyente de entonces— para mantenerse dentro de tal régimen.

17.—El retorno a la inconversión en el Perú.

El 18 de mayo de 1932, a pedido expreso del Directorio del Banco Central de Reserva del Perú, dióse la ley 7526, que declaró en suspenso la obligación de dicho Banco de redimir sus billetes por oro o divisas. O sea, que la moneda peruana nuevamente retornó a la inconversión, aunque de otro lado se mantuvo nominalmente el mismo contenido oro de la unidad monetaria.

En mayo de 1932 en que se declaró la inconversión, a causa de la mayor caída de los precios oro en los Estados Unidos que en el Perú, el valor económico de la moneda peruana en términos del dólar era sólo de 19.8 cts. m. am. por sol, o sea, S/ 5.05 por dólar, mientras la cotización oficial dentro del patrón oro vigente en ese entonces era de 28 cts. m. am. por sol, o sea, S/3.57 por dólar; había, por consiguiente, una disparidad entre ambos valores de 41 %.

Al desaparecer el régimen del patrón oro, que tenía artificialmente estabilizados los cambios y en gran disparidad con el valor económico de la moneda, la cotización del dólar tendió casi automáticamente a nivelarse con dicho valor económico, depreciándose bruscamente la moneda nacional en el mercado de divisas hasta cotizarse a 20.4 cts. m. am. por sol, o sea, S/ 4.90 por dólar.

Recuperado paulatinamente, aunque con algunas oscila-

ciones, el equilibrio entre ambos valores, lo que se logró —mediante el libre juego de las fuerzas económicas— aproximadamente a mediados de 1933, desde esa fecha hasta comienzos de 1934 la cotización de la moneda peruana en el mercado se mantuvo relativamente estable. El 31 de enero de ese año el Presidente Roosevelt fijó el contenido áureo del dólar en 0.88867 grms. oro fino, con un valor equivalente de 35 dólares por onza, o sea que fué estabilizado, aunque no definitivamente, en 59.06 % de su antiguo valor metálico. Con motivo de esta devaluación del dólar y de la firme estabilidad del valor económico de nuestra valuta, se produjo una apreciable mejora de su cotización en el mercado; que fué neutralizada, en cierto modo, con la política financiera seguida entonces y la intervención acertada del Banco Central de Reserva en el mercado de divisas.

Hasta setiembre de 1935 el sol peruano se mantuvo dentro de cierto ritmo lento de recuperación en el mercado; pero, desde esa fecha se acentuó la tendencia revalorizante, debido, entro otros factores, a la incertidumbre de la situación política internacional con motivo del conflicto Italo-Etiope, que debilitó la posición de cambio de la esterlina y dió origen a la repatriación de capitales; a ello vino a sumarse la propia bonanza de nuestra situación económica interna. Esta revalorización de la moneda en el mercado de cambios duró hasta setiembre de 1937, fecha desde la que comenzó a depreciarse paulatinamente. Esta depreciación continuó, con ligeras oscilaciones hasta junio de 1940, en que fué estabilizada la moneda peruana, de facto, a razón de S/ 6.50 por dólar, que es el tipo que continúa vigente hasta la fecha.

En este trabajo no voy a analizar las causas que produjeron la caída de la moneda peruana en los cambios durante el período de setiembre de 1937 a junio de 1941; ni la situación de la moneda peruana en la actualidad; ni si

es conveniente el tipo de estabilización a que ha sido fijada, o si, por el contrario, hoy en día, tiende a producir un efecto perturbador y paralizante en la economía nacional, acentuando la disminución del poder adquisitivo interno y externo del país. Ello ha de ser materia de un estudio especial más amplio que se hará con todo detenimiento en otra oportunidad.

18. — La política cambiaria del Perú durante la inconversión.

El Perú, dentro del sistema de inconversión vigente, siguió, de mayo de 1932 a junio de 1941, una política de "libre juego" en el mercado de divisas, en el que la moneda, por sí misma, encontraba su nivel en los cambios; que a su vez eran determinados por la acción, sin restricciones, de las leyes de la oferta y la demanda, y la interacción de los factores económicos en el mercado.

Esta política tuvo bastante éxito en el período 1932 a 1938, debido, especialmente, a la acción que ejerció la devaluación de los circulantes extranjeros, sobre todo de la esterlina, del dólar y del franco; a la recuperación en la economía mundial efectuada en ese lapso, que estimuló el resurgimiento económico del país, favoreció nuestras exportaciones y tonificó la posición de la moneda peruana en el cambio; por último, a la ausencia de todos aquellos factores descendentes en la coyuntura, observados en la economía mundial desde 1938 y que han afectado la situación de nuestros principales productos de exportación, disminuyendo los saldos favorables de la balanza comercial, desequilibrando nuestro balance internacional de pagos y depreciando la cotización de la moneda en el mercado de divisas.

Veamos qué medidas se tomaron en el Perú para contrarrestar las oscilaciones bruscas de la moneda nacional en el mercado.

19. — Poder de intervención del Banco Central de Reserva en el mercado de cambios.

Desde 1934 hasta 1937 realizóse en el Perú una prudente y acertada intervención del Banco Central de Reserva del Perú en el mercado de divisas, de acuerdo con las facultades que le otorgaba el Art. 28 de la ley 7538 para comprar y vender libremente barras y monedas de oro y giros a la vista o a plazo sobre el extranjero a los precios del mercado, los cuales debían figurar en los libros del Banco por el valor en soles de las operaciones efectuadas, con entera independencia del encaje de oro intangible. Sin embargo, en virtud de este artículo el Banco Central no estaba obligado a correr los riesgos de una intervención profunda en el mercado para mantener estable la cotización. De aquí que, el 30 de abril de 1937, se diera la ley 8531, que ampliaba las facultades concedidas al Banco por el Art. 28 de la ley 7538, autorizándolo además para acumular disponibilidades en oro y divisas extranjeras con el fin especial de neutralizar las fluctuaciones excesivas del sol peruano en los cambios; debiendo correr por cuenta del Estado las posibles pérdidas que resultaran de dicha intervención.

De acuerdo con estas leyes el Banco Central de Reserva del Perú había acumulado, a diciembre de 1937, los siguientes fondos en oro y divisas, según balances:

ENCAJE ORO Y FONDOS EN EL EXTRANJERO DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU.
(EN SOLES PERUANOS)

ENCAJE Y FONDO EN EL EXTRANJERO:	a diciembre de 1936	a diciembre de 1937	a diciembre de 1938	a abril de 1939	a diciembre de 1939	a mayo de 1940
Encaje legal en el extranjero:						
Oro (Art. 28 ley 7538)		419.469	1.905.541	—	—	—
Disponibilidades pagaderas en oro (Art. 28 ley 7538)		11.310.488	2.982.227	1.366.993	2.415.345	727.532
Encaje excedente en el extranjero:						
Disponibilidades	4.771.934	—	—	157.877	258.476	243.008
Fondos en el extranjero ...	85.249	8.850.762	2.543.434	588.674	1.849.835	2.884.798
Total encaje y fondos en el extranjero	4.857.183	20.580.719	7.431.202	2.113.544	4.523.656	3.855.238
Encaje oro en el Perú:						
Oro (ley 7538 Art. 28) ...	2.627.120	7.948.120	5.159.630	3.537.548	8.658.791	6.394.361
Total encaje y fondos en el extranjero y oro en el Perú, según Art. 28 ley 7538	7.627.120	28.528.839	12.590.832	5.651.092	13.182.447	10.249.599
Oro intangible en el Perú	38.784.832	38.784.832	38.784.832	38.784.832	38.784.832	38.784.832
TOTAL GENERAL	46.411.952	67.313.671	51.375.664	44.435.924	51.967.279	49.034.431

De diciembre de 1936 a diciembre de 1937 el Banco Central de Reserva aumentó sus tenencias de oro y fondos en el extranjero, de 46 millones de soles a más de 67 millones; fondos que fueron acumulados para atender a las funciones que le confería el Art. 28 de la ley 7538 y su ampliatoria la 8351. Desde diciembre de 1937 el Banco Central de Reserva fué disminuyendo paulatinamente su encaje y fondos disponibles en el extranjero y en el país, exclusive del encaje oro intangible, establecido por el Art. 3 de la ley 7526, hasta llegar a perder del 31 de diciembre de 1937 al 30 de abril de 1939 cerca de S/ 22.877.747, según puede apreciarse del cuadro anterior.

Veamos ahora un cuadro estadístico sobre las operaciones de cambio efectuadas por el Banco Central de Reserva del Perú en el período 1937 a 1941.

OPERACIONES DE CAMBIO DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU (EN MILLONES DE SOLES)

Año	Compra de divisas	Venta de divisas (con las provenientes de conversiones de oro)	Diferencia
1937	27.1	13.1	+ 14.0
1938	42.3	54.2	— 11.9
1939	45.2	60.5	— 15.3
1940	72.4	86.7	— 14.3
1941	167.6	179.8	— 12.2

Del cuadro anterior puede apreciarse la intervención cada vez mayor del Banco Central de Reserva del Perú en el mercado de divisas. Mientras en 1937 la posición de cambio del Banco Central fué "sobrecomprada", lo que evitó, en parte, la revalorización excesiva del sol peruano, desde 1938 registróse una tendencia en la posición de cambio a mantenerse "sobrevendida". Esta diferencia en la posición "sobrevendida" ha sido cubierta en gran parte por

esa Institución con la venta y las conversiones en moneda extranjera de las adquisiciones de oro hechas por ese Banco y provenientes casi todas de parte de la nueva producción aurífera del país, ya que la restante es exportada en contenido con otros minerales.

COMPRAS Y VENTAS DE ORO POR EL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

AÑO	ORO COMPRADO			ORO VENDIDO		Diferencia entre el oro comprado y el vendido — soles (x)
	Cantidad gramos	Valor soles (x)	Total con existencias de años anteriores — gramos	Cantidad gramos	Valor soles (x)	
		s/.			s/.	s/.
1937	2.809.565	11.238.260	3.438.876	1.910.236	8.252.219	+ 2.984.041
1938	1.657.925	7.123.832	3.568.161	2.171.561	10.640.648	— 3.516.816
1939	3.227.872	18.786.215	4.624.476	3.231.019	18.804.430	— 18.215
1940	3.253.248	21.699.164	4.646.701	2.836.793	18.921.409	+ 2.777.755
1941	3.983.508	28.432.247	5.793.416	3.117.559	22.260.371	+ 6.171.876

(x) Valores al promedio anual del precio del oro en Lima.

De abril de 1939 a diciembre de 1939 el Banco Central recuperó gran parte del oro y divisas que había perdido a consecuencia de las operaciones realizadas de conformidad con el Art. 28 de la ley 7538 y de la 8531; aunque a partir de esa última fecha, hasta mayo de 1940, nuevamente registróse una disminución de sus fondos oro y divisas disponibles.

La intensidad de esta sangría de oro y divisas producida de 1937 a 1938 y reanudada en mayo de 1940 —que afectaba directamente al Fisco en virtud de la ley 8531 y debilitaba, aunque indirectamente, el activo del Banco Central de Reserva— aconsejaba la adopción de nuevas medidas para lograr la estabilización del cambio, ya que si bien era posible, mediante una intervención profunda del Banco Central en el mercado libre, contrarrestar las pequeñas fluctuaciones estacionales de los cambios, resultaba materialmente difícil y casi imposible detener mediante este procedimiento las tendencias de índole más o menos permanentes a las que correspondían determinados niveles en el respectivo valor económico de la moneda. Mantener artificialmente alta la cotización de la moneda peruana mediante la intervención del Banco Central en el mercado y a costa del drenaje ininterrumpido de oro y divisas, era tarea que sólo podía haberse realizado contando con ingentes cantidades de oro que hubieran permitido seguir durante algunos años esa política de descapitalización; pero el Perú, con un encaje oro relativamente reducido, no estaba en condiciones de hacer tal esfuerzo, por lo que la moneda peruana, no obstante la relativa intervención del Banco Central, fué depreciándose en el cambio, hasta que adoptóse el sistema de estabilizarla de facto, provisionalmente, al nivel que había alcanzado en junio de 1941, de S/ 6.50 por dólar.

De otro lado, la ley 8531 no había creado un fondo determinado e independiente de "igualación de cambios",

sino que era a costa del activo total del Banco Central que se efectuaba la intervención de ese Instituto de crédito en el mercado de divisas; y aunque es cierto que los riesgos de dicha intervención corrían por cuenta del Estado, no dejaban por ello de debilitar la solidez y liquidez de dicho activo. Para evitar este grave inconveniente se ha dado, en otros países, carácter autónomo a los "fondos de cambio", habiéndoseles provisto, además, de activos propios y especiales.

EMILIO G. BARRETO.
